

Arbeiten aus dem

# OSTEUROPA-INSTITUT MÜNCHEN

Working Papers

Nr. 215

Dezember 1998

## **Währungskrisen und Verschuldung Osteuropas**

Volkhart VINCENTZ

ISBN 3-921396-37-9

Gutachten

Erstellt im Auftrag des  
Bundesministeriums für Wirtschaft  
unter dem Titel:

Kontinuierliche Berichterstattung  
zu den Auswirkungen der Transformation  
auf die Beziehungen Deutschlands mit Osteuropa:  
Währungskrisen und Verschuldung Osteuropas



## **Bezeichnung der Regionen**

Wenn im Text nicht anders vermerkt, wurden folgende Bezeichnungen für die einzelne Regionen verwendet:

MOE-Länder: Albanien, Bulgarien, Polen, Rumänien, Tschechische Republik, Slowakei, Ungarn

Baltikum: Estland, Lettland, Litauen

GUS: Länder der früheren Sowjetunion ohne die baltischen Länder

FSU: Länder der früheren Sowjetunion (GUS und Baltikum)

Osteuropa: MOE-Länder, Baltikum, GUS

## Inhaltsverzeichnis

Kurzfassung.....	v
I. Währungskrisen .....	1
1. Währungskrise und Zahlungsbilanz .....	1
1.1. Rußland.....	1
1.2. Ukraine.....	7
2. Wirtschaftspolitik 1998.....	11
2.1. Geldpolitik.....	12
2.2. Kapitalbewegungen von Residenten und Nicht- Residenten.....	15
2.3. Wechselkurspolitik und Konvertibilität.....	17
2.4. Die realwirtschaftliche Entwicklung .....	19
3. Wirtschaftspolitik nach der Währungskrise.....	21
3.1. Rußland.....	21
3.2. Ukraine.....	23
II. Die Verschuldung Osteuropas.....	27
1. Die weltweite Verschuldung .....	27
1.1. Die Auslandsschulden Rußlands.....	29
1.2. Die Auslandsschulden der Ukraine .....	31
2. Verschuldung Osteuropas gegenüber Deutschland .....	34
2.1. Verschuldung Rußlands gegenüber Deutschland .....	37
Anhang.....	39
Literaturverzeichnis.....	45

### **Tabellenverzeichnis**

Tabelle 1	Zahlungsbilanz Rußlands .....	3
Tabelle 2	Zahlungsbilanz Ukraine .....	8
Tabelle 3	Verschuldung Osteuropas.....	28
Tabelle 4	Angaben zur Verschuldung der Ukraine .....	31
Tabelle 5	Externe Schulden der Ukraine .....	32
Tabelle 6	Netto-Vermögensstatus Deutschlands gegenüber den Reformländern .....	35
Tabelle A1	Außenverschuldung Osteuropas .....	40
Tabelle A2	Forderungen und Verbindlichkeiten deutscher Kreditinstitute gegenüber Osteuropa.....	41
Tabelle A3	Forderungen und Verbindlichkeiten deutscher Unternehmen gegenüber Osteuropa.....	42
Tabelle A4	Bestand deutscher Direktinvestitionen in Osteuropa .....	43
Tabelle A5	Deutsche Zahlungsbilanz gegenüber Osteuropa .....	44

### **Abbildungsverzeichnis**

Abbildung 1	Ausländische Portfolioinvestitionen in russische Staatspapiere.....	2
Abbildung 2	Rußland: Wechselkurs und Zinsen .....	6
Abbildung 3	Ukraine: Wechselkurs und Zinsen.....	7
Abbildung 4	Rußland: Monetäre Basis .....	12
Abbildung 5	Ukraine: Monetäre Basis .....	13
Abbildung 6	Geschätzter Schuldendienst Rußlands 1999 .....	30
Abbildung 7	Geschätzter Schuldendienst der Ukraine 1999 .....	33

## **Kurzfassung**

Die Währungskrisen in Asien und Rußland/ Ukraine ähneln einander, da sie durch anfänglich starke Kapitalzuflüsse und einer anschließenden Umkehr der Kapitalströme gekennzeichnet waren. Sie unterscheiden sich von einander, weil in Asien die Privatwirtschaft übermäßige Kredite, oftmals in ausländischer Währung, aufnahm, während in den beiden GUS-Staaten der Staat als Kreditnehmer auftrat, um hohe Budgetdefizite (Rußland: 5,5%; Ukraine 5,6% des BIP) zu finanzieren.

Im Unterschied zu Asien war das russischen und ukrainische Bankensystem weniger an der Attrahierung und Allokation der Kredite beteiligt. Zwar kam es in Rußland auch zu einer Bankenkrise, doch der Auslöser der Währungskrise war die übermäßige Kreditaufnahme zur Finanzierung des Budgetdefizits. Eine bessere Bankenaufsicht und höhere Transparenz im Kapitalmarkt hätte – anders als in Asien – in Rußland oder der Ukraine wenig zur Vermeidung der Krise beigetragen.

Letztlich ist die Ursache der Währungskrise in der Realwirtschaft zu suchen. Fiskalpolitik und Realwirtschaft sind eng miteinander verbunden: Die hohen Kredite an den Staat wurde nicht investiv sondern konsumptiv verwendet. Die wachsende Schuldenfinanzierung mußte deshalb die Wirtschaft über steigende Steuerbelastungen tragen. Die volkswirtschaftliche Ertragskraft und die Steuereinnahmen waren nicht ausreichend, um die Bedienung der Staatsschulden zu sichern. Beide Länder, Rußland und die Ukraine, weisen im internationalen Vergleich eine geringe Produktivität auf, die Wirtschaft schrumpft anhaltend und angesichts der schon bestehenden staatlichen internen Verschuldung ist ein höherer Anteil des Staates am Produktionsergebnis nicht mehr durchzusetzen.

Die Krise in Rußland und der Ukraine ist nicht vorrangig auf das Versagen des Finanzsektors (obwohl er in beiden Ländern wenig funktionsfähig ist) oder eine weiche Geldpolitik zurückzuführen, sondern auf gravierende Strukturängel der Realwirtschaft, die es nicht erlauben, die vom Markt geforderten – und von den Finanzministerien der Länder zugesagten – Erträge (Renditen) zu erwirtschaften.

In beiden Ländern versuchte man, durch Zinspolitik den Verfall der Währungen aufzuhalten. Angesichts des geringen Umfangs von Unternehmenskrediten in diesen Ländern (weniger als 10% des BIP) schien der Einsatz der Zinspolitik zur Währungsstabilisierung vertretbar. Doch die Zinserhöhungen

fürten nicht zu einer sinkenden Kreditnachfrage des Staates, wie es möglicherweise bei privaten Kreditnehmern geschehen wäre. Durch extrem hohe Zinsen und indem der Staat auch das Währungsrisiko übernahm, gelang es kurzfristig, neues Kapital in Form von Eurobonds zu erschließen. Doch die wachsende Gefahr der Zahlungsunfähigkeit erforderte immer höhere Risikoprämien, die die Kosten der Kreditfinanzierung des Staatsbudgets rapide ansteigen ließen.

Die Geldpolitik war stabilitätsorientiert. Beide Länder hatten die Kapitalzuflüsse 1997 zwar nur teilweise sterilisiert, doch die Inflation sank weiter. Der 1998 einsetzende Rückgang der Devisenreserven, die zur Stützung des Kurses benötigt wurden, führte in Rußland zu einer Reduzierung der Geldmenge. In der Ukraine stieg die Geldmenge in den ersten neun Monaten des Jahres 1998 langsam. Doch die Zentralbanken nutzen fast den gesamten Zuwachs der heimischen Kredite zur Finanzierung der Budgetdefizite. Das crowding-out durch den Staat verschärfte die Liquiditätslage der Betriebe mit negativen Folgen für das reale Wachstum.

Der Druck auf die Währungen kam nicht allein vom Ausland. Inländer waren ebenso beteiligt. Das deutlichste Zeichen des Mißtrauens der Inländer gegenüber der Stabilität des eigenen Landes ist die Kapitalflucht. Sie wird für die Ukraine auf über 1 Mrd., für Rußland auf 10 - 20 Mrd. jährlich geschätzt. Im Umfang entspricht sie dem Schuldendienst, den die Länder 1999 auf ihre Auslandsschulden leisten müssen. Auch nach Abzug des ausländischen Kapitals kann der Währungsdruck bestehen bleiben, wenn Inländer aus Furcht vor Inflation und Abwertung in ausländische Währungen flüchten. Das geringe Vertrauen in die Stabilität der heimischen Banken läßt einen Großteil der Bevölkerung ihre Ersparnisse in bar halten. Deshalb können auch hohe Depositenzinsen die Währungssubstitution kaum verhindern. Die Währungskrisen haben bereits einen Anstieg der Dollarisierung ausgelöst.

Aus der Analyse folgen die Ansatzpunkte für die nunmehr notwendige Politik zur Überwindung der Krise:

- Das Schwergewicht muß auf der Fiskalpolitik, bei der Begrenzung des Budgetdefizits und der Staatsausgaben, liegen. Beide Länder diskutieren derzeit Budgets mit deutlich reduzierten Defiziten. In Rußland soll das Budgetdefizit 1999 2,5% des BIP und in der Ukraine 0,6% des BIP betragen. Der breite Konsens unterschiedlichster Parteien über die Notwendigkeit niedrigerer Defizite war erzwungen, da weder In- noch Ausländer derzeit bereit sind, den Staat zu kreditieren. Als Finanzierungs-

quellen bleiben nur die internationalen Finanzinstitutionen (Weltbank, IWF etc.) und die heimische Zentralbank.

- Eine Senkung der Staatsausgaben ist aus finanziellen Gründen notwendig, doch entscheidend ist, daß dadurch der Rückzug des Staates aus der Wirtschaft erzwungen wird. Staatsinterventionen und Subventionen sind die Hauptgründe für die niedrige Produktivität der Wirtschaft. Sie sind letztlich dafür verantwortlich, daß das bereitgestellte Kapital in der Wirtschaft ohne sichtbare Wirkungen bleibt und seine Rendite nicht erwirtschaften kann.
- In größtmöglichem Umfang muß 1999 die inflationsneutrale Ausweitung der Geldmenge der Wirtschaft zur Verfügung gestellt werden. Das crowding out der letzten Monate muß beendet werden.
- Der Wechselkurs wird in Zukunft allein wegen des Mangels an Devisenreserven wenig gestützt werden können. Ein konstanter realer Wechselkurs wird in beiden Ländern anzustreben sein. Gelingt dies, so könnten die Abwertungsvorteile für die heimische Export- und importsostituierende Industrie erhalten bleiben. Dies gibt den heimischen Produzenten ausreichend Schutz vor Konkurrenz und wird die Leistungsbilanz verbessern helfen. Der Außenhandel ist die bedeutendste Chance, die sich den Wirtschaften durch die Währungskrise eröffnet hat.

Die Zahlungsschwierigkeiten von Rußland und der Ukraine haben die Aufmerksamkeit auf die osteuropäische Verschuldung gelenkt. Die Bruttoschulden Osteuropas einschließlich Jugoslawiens (320 Mrd. US-\$) sind etwa halb so hoch wie die Schulden Asiens. Die Auslandsschulden Osteuropas stiegen in den neunziger Jahren langsamer als in Asien.

Der deutsche Anteil an den Schulden Osteuropas wird auf etwas mehr als ein Viertel geschätzt. Von den russischen Auslandsschulden entfallen etwa ein Drittel auf Deutschland. Der öffentliche Sektor Deutschlands ist am stärksten den russischen Kreditrisiken ausgesetzt.

Im Unterschied zu den Industrieländern ist Deutschland gegenüber Osteuropa ein Netto-Gläubiger. Ende 1997 hatte Deutschland an Osteuropa Bruttoforderungen in Höhe von 138 Mrd. DM. Daran waren die Banken mit Kreditforderungen von 81 Mrd. DM, die Unternehmen von 30 und die öffentlichen Stellen von 25 Mrd. DM beteiligt. Die übrigen Forderungen gegenüber Osteuropa sind deutsche Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen.

Der Schuldendienst wird auch eine schwere Bürde für Rußland und die Ukraine bleiben. Ein „Herauswachsen“ aus den Schulden ist in den nächsten

Jahren nicht zu erwarten, im Gegenteil, die Wirtschaften werden auch 1999 weiter schrumpfen. Für 1999 muß Rußland Tilgungen und Zinsen in Höhe von 17,5 Mrd. US-\$ zahlen. Im Budget sind lediglich 9,5 Mrd. US-\$ dafür vorgesehen. Die Ukraine muß 1,5 Mrd. US-\$ Schuldendienst (ohne Zahlungen an den IWF) aufbringen. Die Bedienung der Schulden kann in beiden Ländern nur gelingen, wenn die derzeit unterbrochenen EFF-Programme des IWF wieder aufgenommen werden. Ohne Finanzierung der internationalen Organisationen ist eine fristgerechte Bedienung der Schulden kaum vorstellbar. Ein Risikofaktor bleibt die zukünftige Wechselkursentwicklung. Erneute Abwertungen würden die Schuldenlast – in heimischer Währung gerechnet – weiter steigern und zumindest temporär die Finanzierung des Schuldendienstes in Frage stellen.

Rußland strebt weitere Umschuldungen an, um nicht erneut in Verzug zu kommen. Die Ukraine muß vor 2001 neu verhandeln, um die dann eintretenden Zahlungen der umgeschuldeten Kredite leisten zu können. Für beide Länder gibt es Prioritäten in der Bedienung der Schulden: an der Spitze steht der Schuldendienst für die internationalen Organisationen (IWF; Weltbank) gefolgt von der Bedienung der Eurobonds. Für die Kredite von bilateralen Gebern und Geschäftsbanken gibt es einen größeren Verhandlungsspielraum. Verhandlungen über die erneute Restrukturierung der von Rußland übernommenen Altschulden der UdSSR finden bereits statt.